

## Modernisation du régime juridique français de la titrisation

*Au cours des derniers mois, une importante réforme du régime juridique français en matière de titrisation a été entreprise, dans le prolongement des changements introduits dans ce domaine par la loi de sécurité financière d'août 2003. Les travaux menés par les autorités en vue d'aménager le régime des fonds communs de créances (FCC) ont ainsi abouti, en novembre 2004, à la publication d'un décret très attendu par la place financière de Paris.*

*Avec ce nouveau dispositif législatif et réglementaire, les opérateurs français (entreprises, banques, sociétés de gestion, sociétés d'assurance) ont désormais la possibilité de mettre en œuvre des mécanismes de cessions de créances, de titres ou de risques particulièrement sophistiqués, et ce, dans un environnement juridique sécurisé. En outre, les FCC voient leur champ d'intervention sensiblement élargi, tant en ce qui concerne leur spectre d'investissement que du point de vue des titres qu'ils sont autorisés à émettre. Enfin, on peut s'attendre à ce que l'utilisation des fonds communs de créances pour des opérations de titrisation synthétique (transfert des risques de crédit sans cession de créances) se développe rapidement.*

Christian NÉSI  
*Direction pour la coordination de la stabilité financière  
Service des Relations avec la Place*

## 1. La réforme du régime des fonds communs de créances

Depuis la loi du 23 décembre 1988 qui en a été l'acte fondateur, le marché français de la titrisation s'est fortement développé. Il apparaissait, à bien des égards, comme un marché précurseur à cette époque en Europe continentale.

Au fil de ces dernières années, celui-ci a toutefois perdu de son avance, les autres pays entreprenant des réformes majeures en la matière. Dans ce contexte et compte tenu d'une complexification croissante des opérations de titrisation, il était devenu nécessaire d'adapter le cadre législatif français pour répondre à une exigence forte des opérateurs du marché et des investisseurs. Tel a été l'objet de plusieurs dispositions de la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003, modifiant de manière très substantielle plusieurs articles du Code monétaire et financier, et de son décret d'application, pris en Conseil d'État en date du 24 novembre 2004 et relatif aux FCC<sup>1</sup>. L'ensemble des principales dispositions de la loi et du décret fera l'objet des développements ci-dessous.

Les opérations de titrisation sont des mécanismes financiers par lesquels un créancier cède des créances dont il est propriétaire à une entité *ad hoc* — en France, il s'agit d'un fonds commun de créances (FCC) constitué à l'initiative conjointe d'une société de gestion et d'un dépositaire (cf. schéma) — qui en finance l'acquisition en émettant des titres. Ces techniques ont été mises en œuvre, à l'origine, pour refinancer des crédits hypothécaires, des créances bancaires à court terme, puis des créances commerciales appartenant à des entités non bancaires. Aujourd'hui, de nombreuses opérations visent à titriser des risques de crédit, sans que, pour autant, soient transférés les actifs — créances, instruments financiers, etc. — susceptibles de générer ces risques. Ces montages dits de « titrisation synthétique » doivent reposer sur une base réglementaire adéquate et solide. La réforme qui vient d'être adoptée, après plusieurs mois de travaux préparatoires conduits avec la Place, répond pour une part à cet objectif, mais, d'une manière plus générale, elle vise à rendre le cadre juridique français de la titrisation à la fois plus flexible et plus sécurisé.

## 2. Une plus grande flexibilité du cadre juridique

Il convient de noter, tout d'abord, que les parts émises par les fonds communs de créances en représentation des actifs qu'ils acquièrent sont des parts de copropriété, c'est-à-dire des instruments qui, tout en étant assimilables à des valeurs mobilières, ne relèvent ni de la catégorie des titres de capital ni de celle des titres de créance. Cette ambiguïté juridique a été à l'origine d'une certaine circonspection des investisseurs étrangers à l'égard des FCC français, dans la mesure où ceux-ci n'étaient pas, jusqu'à présent, autorisés à émettre d'autres types de titres. C'est pour cette raison que de nombreux programmes de titrisation, au fil des ans, ont conduit les FCC français à se refinancer auprès de véhicules domiciliés à l'étranger (« *special purpose vehicle* »), émetteurs quant à eux de véritables titres

<sup>1</sup> Cf. décret *Journal officiel* n° 275 du 26/11/04

de créance. Ces montages se retrouvent dans les programmes d'émission de billets de trésorerie émanant de plusieurs structures de titrisation, qui occupent une part importante du marché des titres de créances négociables français.

*Afin de fournir une alternative à ces mécanismes lourds et à plusieurs étages, sources de complexité et de coût inutile, la loi de sécurité financière et le décret d'application autorisent désormais les FCC à émettre directement, en sus des parts, des titres de créance — obligations ou billets de trésorerie.* La forme juridique des fonds en tant que copropriété ayant été maintenue, il devra être émis au passif du fonds au minimum deux parts (chacune devant avoir une valeur nominale minimale de 150 euros), le reste des engagements pouvant être représenté par des titres de créance et/ou des emprunts. S'agissant de l'émission éventuelle de billets de trésorerie, celle-ci sera surveillée par la Banque de France dans les conditions de droit commun du marché des titres de créances négociables. Il convient de noter que le décret ne préjuge pas du régime juridique applicable aux obligations susceptibles d'être émises, dans la mesure où le régime du Code de commerce ne trouve pas à s'appliquer, le FCC n'ayant pas la personnalité morale. Dans ces conditions, c'est le règlement du fonds qui fixera les modalités d'émission de cette catégorie de titres. De même, c'est la société de gestion du fonds qui devra s'assurer du respect de l'intérêt des porteurs de titres de créance, en cas de réémission de parts, de titres, d'emprunts, d'acquisition de nouvelles créances ou de cession de celles-ci.

Les titres de créance émis pourront relever indifféremment du droit français ou d'un droit étranger et le règlement du fonds aura à préciser l'ordre d'affectation des sommes perçues entre les différentes catégories de parts, titres de créance et emprunts, les parts devant, par nature, n'être remboursées qu'après désintéressement des porteurs de titres de créance.

Le deuxième élément de flexibilité réside dans le large spectre d'investissement qui s'ouvre désormais au FCC : *sa mission peut être d'acquérir des créances* ou des titres de créance (cela va des créances résultant d'un acte déjà intervenu ou à intervenir, y compris des créances immobilisées, douteuses ou litigieuses, jusqu'à la souscription à l'émission d'emprunts obligataires) *ou bien de supporter des risques de crédit* par la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme. Il est important de noter que le règlement du fonds, document essentiel destiné aux investisseurs, devra toujours définir la stratégie de gestion de ce dernier.

Les créances acquises par les FCC seront donc matérialisées ou non par des titres. Le fonds pourra aussi détenir des liquidités au titre de la gestion de sa trésorerie. La palette des placements est ainsi élargie par rapport au régime antérieur, mais les opérations devront se limiter aux besoins courants liés à la stratégie de gestion : dépôts en banque, bons du Trésor, titres de créance admis aux négociations d'un marché réglementé, titres de créances négociables, parts d'organisme de placement collectif (OPC). Pourront également être détenus, à titre exceptionnel, des actifs transférés soit au titre des sûretés attachées aux créances que le fonds aura acquises, soit au titre des garanties obtenues comme instrument de couverture d'actif sous-jacent, soit au titre de la garantie des positions prises sur des contrats constituant des instruments financiers à terme.

L'un des principaux changements introduits par la loi et le décret est d'ouvrir aux FCC les opérations de titrisation synthétique. Sur ce point, le décret précise les règles applicables pour l'utilisation, à cet effet, d'instruments financiers à terme (contrats financiers à terme, contrats à terme sur taux d'intérêt, contrats d'échange, contrats d'option d'achat ou de vente, dérivés de crédit, etc.). En particulier, ces contrats ne pourront être conclus qu'avec des établissements de crédit, des entreprises d'investissement, des entreprises d'assurance ou de réassurance, de droit français ou étranger relevant de la zone OCDE, et pourront donner lieu soit à la livraison des créances, soit à un règlement en espèces, soit au transfert de parts de fonds communs de créances. *Ces contrats n'auront plus seulement pour objectif de couvrir le fonds comme c'était le cas jusqu'à maintenant, mais aussi de « réaliser la stratégie de gestion du fonds », donc de l'exposer à des risques de crédit.*

Une règle (limite) d'engagement du FCC a cependant été posée : la perte nette maximale du fonds est limitée à la valeur de son actif. Ses modalités d'application devront être précisées par le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Le fonds pourra aussi procéder, désormais, à des *opérations d'acquisition et de cession temporaire de titres et céder des créances avant qu'elles ne soient échues ou déchues de leur terme*, et ce, afin de lui permettre de mettre en œuvre une gestion dynamique de ses actifs. Cette dernière possibilité est cependant strictement encadrée : la cession des créances en cours de vie, par le fonds, n'est autorisée que dans un certain nombre de cas (liquidation du fonds, survenance d'un événement de crédit supporté par le fonds, règlement d'une opération à terme, baisse du pourcentage de détention des créances au dessous d'un certain seuil). En tout état de cause, le règlement du fonds précisera, là encore, les règles de cession et s'engagera à maintenir le niveau de sécurité offert aux porteurs de parts ou de créances.

S'agissant des opérations de pension, elles seront admises pour toutes les catégories de titres de créance ou parts d'OPC éligibles au fonds, mais elles seront à prendre en compte pour l'application de la règle plafonnant les engagements (cf. ci-dessus).

Concernant la *couverture des risques* supportés par le FCC, les nouveaux textes n'apportent pas de modifications majeures : la couverture sera obtenue par l'émission de parts ou de titres de créance spécifiques supportant un risque plus important que ceux détenus par les autres créanciers des FCC (destinés aux seuls investisseurs qualifiés)<sup>2</sup>, par le surdimensionnement<sup>3</sup>, l'obtention de prêts subordonnés ou de garantie auprès d'établissements de crédit, d'entreprises d'investissement, d'entreprises d'assurances, de réassurance, ou auprès du cédant, ou enfin par la conclusion de contrats sur instruments financiers à terme (par exemple, *swap* « garanties premières pertes »). Le règlement du fonds précisera les règles relatives à ces opérations de couverture.

Il va de soi que toutes les nouvelles facultés offertes aux FCC exigeront des sociétés de gestion qui les gèrent une organisation adaptée en termes d'analyse des risques

<sup>2</sup> Lesquels, moyennant un surcroît de rémunération, acceptent de supporter davantage de risques que les autres porteurs.

<sup>3</sup> Surplus d'actif par rapport aux titres émis

et de contrôle. Cette gestion pourra être déléguée, sous le contrôle de l'Autorité des marchés financiers, à des entités spécialement habilitées à cet effet et qui seront des sociétés de gestion de portefeuille dotées d'un programme d'activité spécifique ou des établissements de crédit agréés pour la gestion de portefeuille pour compte de tiers. Mais, en tout état de cause, en cas de délégation, la société de gestion du FCC devra disposer de moyens suffisants pour contrôler les actes de gestion de l'entité délégataire.

Ce nouveau dispositif législatif et réglementaire offre de nouvelles opportunités pour l'industrie française de la titrisation. Élaboré par les autorités en étroite concertation avec les professionnels, le dispositif qui vient d'être adopté se situe désormais au niveau des meilleurs standards internationaux et, dans l'esprit, se rapproche des régimes appliqués aux États-Unis ou au Royaume-Uni.

Au-delà des aménagements qui élargissent le champ d'intervention des FCC pour les placer à un niveau de souplesse comparable à celui observé à l'étranger, le nouveau régime apporte des améliorations sensibles en termes de sécurité juridique.

### 3. Un dispositif mieux sécurisé

La loi de sécurité financière de 2003 permet de sécuriser le fonctionnement du fonds commun de créances en créant, au profit de ce dernier, un compte à affectation spéciale appelé à recevoir le produit du recouvrement des créances acquises. Ce mécanisme protège le fonds en isolant bien les sommes recouvrées. Ces sommes ne peuvent être recherchées par les créanciers du cédant dès lors qu'elles ont été inscrites à ce compte, même en cas de procédure de redressement ou de liquidation judiciaires ouverte à l'encontre dudit cédant. Le teneur de ce compte (tout établissement de crédit originaire de l'OCDE) sera tenu d'informer les tiers du caractère spécialement affecté du compte, de ne pas le fusionner avec un autre compte, de se conformer aux seules instructions de la société de gestion pour les opérations de débit. L'existence de ce compte à affectation spéciale sera un élément très important dans l'appréciation qu'auront les agences de notation et les investisseurs vis-à-vis des mécanismes de titrisation.

S'il appartient toujours à l'établissement dépositaire, cofondateur du fonds, de conserver la trésorerie, les bordereaux de cession des créances acquises et de s'assurer de la régularité des décisions de la société de gestion, la conservation des contrats et autres supports relatifs aux créances et aux sûretés qui lui sont attachées pourra être assurée par le cédant ou l'organisme chargé du recouvrement. Celui-ci devra mettre en place des procédures de conservation documentées et un contrôle interne régulier et indépendant portant sur le respect de ces procédures. Dans ce nouveau régime de la conservation — qui est une composante cruciale de la chaîne de titrisation —, une convention devra être passée entre le cédant-recouvreur, le dépositaire et la société de gestion, aux termes de laquelle, d'une part, le dépositaire devra s'assurer de la mise en place des procédures citées plus haut et, d'autre part, la société de gestion et le dépositaire pourront demander au cédant qu'il leur remette dans les meilleurs délais les originaux des contrats et supports déjà mentionnés.

Au plan du droit, il convient de relever l'intérêt d'un nouvel aménagement des règles de conflit de lois instaurées par la loi de sécurité financière : ces règles simplifient la question de l'opposabilité aux tiers concernant les cessions de créances émises par des débiteurs étrangers dans le cadre d'opérations de titrisation portant sur des actifs situés dans différents pays.

On notera, par ailleurs, que la « *compartimentation* » — *séparation en différents compartiments* <sup>4</sup> — *des fonds communs de créances* est notablement renforcée ; la loi et le décret précisent bien que les actifs d'un compartiment déterminé ne répondent que des dettes, engagements et obligations, et ne bénéficient que des créances rattachées à ce compartiment. Ainsi, chaque compartiment se comporte comme un fonds commun de créances à part entière.

S'agissant des obligations d'information, le nouveau texte reconduit la disposition qui figurait dans le précédent décret, selon laquelle les informations nécessaires à *l'élaboration des statistiques monétaires* sont communiquées à la Banque de France par la société de gestion du fonds commun de créances.

Cette réforme d'envergure du régime des fonds communs de créances devrait permettre d'améliorer significativement l'attractivité du marché français de la titrisation dont les encours, s'agissant tout au moins des émissions placées auprès du public, ont eu tendance à stagner ces dernières années (18 milliards d'euros à fin 2003, pour un encours global en Europe estimé à quelque 260 milliards). Selon l'avis des professionnels, les opérations de titrisation, en général, et les opérations de titrisation synthétique, en particulier, devraient largement se développer sur le marché français à l'appui de ce dispositif rénové.

---

<sup>4</sup> Cf. loi 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière (art. 82)

## Titrisation – Fonds communs de créances

Les acteurs – Les fonctions – Les composantes clefs

